

2023・2024・2025年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 超過貯蓄が消費の支えとなり、回復基調は維持されるだろう ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2023・2024・2025年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2023年度 +1.6%（前回+2.0%）、2024年度 +0.7%（前回+0.7%）、2025年度+0.8%

○ 7～9月期は在庫投資の減少に加えて消費も振るわず、三四半期ぶりのマイナス成長

2023年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%（年率▲2.1%）と三四半期ぶりのマイナス成長となった。将来の生産増にも繋がる在庫投資の減少が▲0.3ポイントの寄与となったが、賃金の伸び悩みと物価高を背景に個人消費も振るわず、4～6月期の成長率は当社の前回予測を下回った。これを受けて2023年度の見通しを下方修正した。ただし、2024年度については、政府の総合経済対策に含まれる一人当たり4万円の所得税・住民税の減税等による0.2ポイント程度の押し上げ効果を見込み、見通しを据え置いた。

○ 当面はコロナ禍で積み上がった超過貯蓄が消費の支えに

世界経済は、これまでの主要中央銀行の利上げによる借入金利上昇が個人消費や住宅投資を抑制し、やや減速するだろう。なお、生産拠点の国内回帰などによる設備投資の増加やインフレのピークアウトに伴う実質賃金の持ち直しは景気の支えとなるだろう。

日本経済は、賃金の上昇が物価の上昇に対して遅れているものの、当面はコロナ禍で積み上がった超過貯蓄が消費の支えとなり、回復基調は維持されるだろう。来年度の春闘においても、今年度の春闘と遜色のない賃上げ率が見込まれる。日本においてもインフレがピークアウトするなか、賃上げの動きが大手企業から緩やかながらも中小企業に波及していくことで、時間はかかるものの実質所得は増加に向かうだろう。自動車の部品不足の緩和を背景とする財輸出の回復と、円安を受けたインバウンド需要の増加は続くだろう。設備投資はこのところ足踏みしているが、堅調な企業収益を背景に、サプライチェーン強化のための投資もあって徐々に上向くだろう。

○ 中東情勢の更なる悪化などがリスク要因

中東情勢の更なる悪化がエネルギー価格の高騰につながれば、各国でインフレが再加速して中央銀行が利上げ再開を余儀なくされ、景気後退を招くリスクがある。また、需要が低迷する米国や欧州などの商業用不動産や、中国の住宅用不動産を対象とした投融資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展する可能性もある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2023・2024・2025年度 経済見通し

	2022 年度 実績	2023年度予測		2024年度予測		2025年度 予測
			前回 2023年8月 時点		前回 2023年8月 時点	
名目国内総生産（兆円）	562.3 2.0	591.0 5.1	591.2 5.1	607.4 2.8	605.6 2.4	624.7 2.8
実質国内総生産（兆円）	548.7 1.3	557.2 1.6	560.0 2.0	561.1 0.7	563.7 0.7	565.5 0.8
内 需	1.9	0.2	1.0	0.6	0.6	0.6
民間需要	1.9	0.0	0.8	0.5	0.5	0.5
民間最終消費	2.5	▲ 0.2	0.7	0.5	0.8	0.6
民間住宅投資	▲ 3.2	1.4	2.1	▲ 1.6	▲ 0.4	▲ 0.7
民間設備投資	3.0	0.9	2.4	2.1	1.9	1.5
公的需	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.3	0.1	0.3	0.0	0.3
公的固定資本形成	▲ 3.2	1.6	3.2	1.2	1.7	0.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	1.3	0.8	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	4.5	4.3	2.7	3.6	3.4	4.0
財貨・サービスの輸入	7.2	▲ 2.1	▲ 1.5	2.8	2.6	3.2

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

（主な経済指標と前提条件）

鉱工業生産指数	▲ 0.3	▲ 0.6	0.9	1.5	1.8	1.6
国内企業物価指数	9.5	2.3	1.0	0.9	0.3	0.7
消費者物価指数	3.2	2.9	2.5	2.4	2.0	2.1
消費者物価（除く生鮮）	3.0	2.7	2.5	2.4	2.0	2.0
貿易収支（兆円）	▲ 18.0	▲ 6.0	▲ 9.3	▲ 5.1	▲ 8.2	▲ 1.7
経常収支（兆円）	8.3	24.1	20.0	25.9	21.5	30.9
名目賃金指数	1.9	1.8	2.4	2.4	2.4	2.8
完全失業率（%）	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5
住宅着工戸数（万戸）	86.1	82.2	84.8	80.9	84.7	80.4
為替レート（¥/\$）	135.4	143.8	136.1	142.5	133.8	145.0
原油価格（\$/b）	102.6	88.0	80.4	89.9	79.1	82.9
米国実質成長率（年率）	1.9	2.4	2.0	1.2	1.0	1.6
中国実質成長率	3.0	5.2	5.0	4.6	4.6	4.5

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

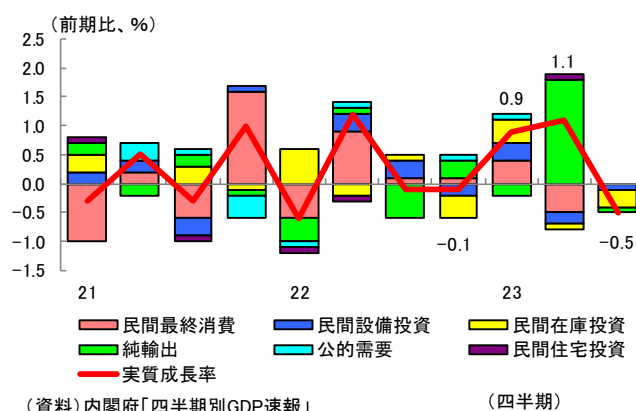
注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

◇日本経済の現状と見通し

○7～9月期の実質GDP

11月15日に発表された2023年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.5%、年率換算▲2.1%と3四半期ぶりのマイナス成長となった。(図表2)。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.0%減と小幅ながら2四半期連続の減少となった。住宅投資は同0.1%減と5四半期ぶりの減少となった。設備投資は同0.6%減となった。在庫投資の寄与度については、▲0.3ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



形成が同0.5%減と6四半期ぶりの減少となり、政府消費は同0.3%増と4四半期連続の増加となった。在庫投資の減少を主因に内需の寄与度は同▲0.4ポイントとなった。輸出は自動車などの増加から同0.5%増と2四半期連続の増加となり、輸入は著作権等使用料などの増加から同1.0%増と3四半期ぶりの増加となった。この結果、外需寄与度は同▲0.1ポイントとなった。

なお、2023年7～9月期の実質GDP水準は、コロナ感染拡大前のピークである2019年7～9月期を再び下回った。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.5%となり、名目GDP成長率は同▲0.0%（年率換算▲0.2%）となった。

○当面はコロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなる

世界経済は、これまでの主要中央銀行の利上げによる借入金利上昇が個人消費や住宅投資を抑制し、やや減速するだろう。なお、生産拠点の国内回帰などによる設備投資の増加やインフレのピークアウトに伴う実質賃金の持ち直しは景気の支えとなるだろう。

日本経済は、賃金の上昇が物価の上昇に対して遅れているものの、当面はコロナ禍で積みあがった超過貯蓄が消費の支えとなるため、回復基調を維持するだろう。来年度の春闘においても、今年度の春闘と遜色のない賃上げ率が見込まれる。日本においてもインフレがピークアウトするなか、賃上げの動きが大手企業から緩やかながらも中小企業に波及していくことで、時間はかかるものの実質所得は増加に向かうだろう。自動車の部品不足の緩和を背景とする財輸出の回復と、円安を受けたインバウンド需要の回復は続くだろう。設備投資はこのところ足踏みしているが、堅調な企業収益を背景に、サプライチェーン強化のための投資もあって徐々に上向くだろう。

在庫投資の減少は将来の生産増にも繋がるとはいえ、賃金の伸び悩みと物価高を背景に個人消費も振るわず、4～6月期の成長率は当社の前回予測を下回った。これを受けて2023年度の見通しを下方修正した。ただし、2024年度については、政府の総合経済対策に含まれる一人当たり4万円の所得税・住民税の減税等による0.2ポイント程度の押し上げ効果を見込み、見通しを据え置いた。もともと、この措置は一年限りと報道されており、2025年度には反動減が出るだろう。

2023年度の実質GDP成長率予測は+1.6%と、前回8月予測(同+2.0%)から0.4ポイント下方修正、2024年度は同+0.7%と前回予測から据え置いた。また新たに2025年度の成長率を+0.8%と予測した。2024年10~12月期の成長率は前期比年率+0.9%と見込んでいる。

○中東情勢の更なる悪化などがリスク要因

中東情勢の更なる悪化がエネルギー価格の高騰につながれば、各国でインフレが再加速して中央銀行が利上げ再開を余儀なくされ、景気後退を招くリスクがある。また、需要が低迷する米国や欧州などの商業用不動産や、中国の住宅用不動産を対象とした投融資の不良債権化が、海外での深刻な金融危機に発展する可能性もある。

◇主要な需要項目の動向

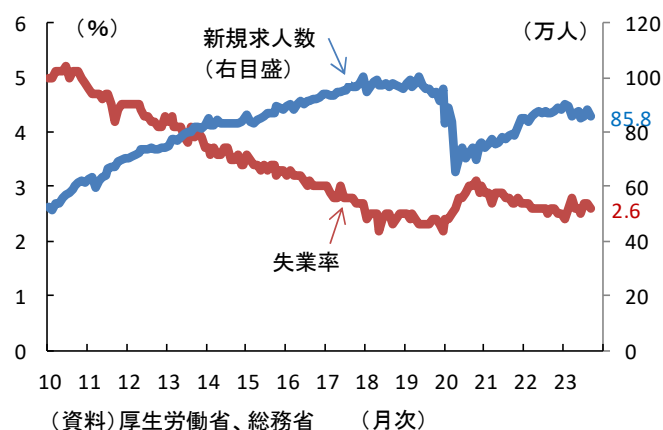
○個人消費は持ち直し基調を維持している

雇用環境は緩やかな改善傾向にある。失業率は概ね横ばいで推移しており、9月の失業率(季節調整値)が2.6%となっている(図表3)。労働参加率は僅かながら上昇しており、9月は63.0%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり9月は6,756万人となった。もっとも、先行きには多少の懸念材料も出てきている。雇用環境の先行指数となる新規求人数は、増加が一服している。業種別にみると、コロナ禍で控えられていた各種イベントの再開やインバウンドの回復を受けて宿泊業・飲食サービス業の求人は増加が続いているが、生産が足踏みしている製造業や工事採算の悪化が報じられる建設業の求人は減少している。

雇用環境は良好な状況が続くだろう。新規求人数がやや頭打ちとなっていることから、今後の失業率は2%台半ばで横這い傾向となるだろう。もっとも、この水準は歴史的には低い水準であり、長期的に日本の労働力人口が減少していくなか、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観9月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲33と、引き続き大幅な人出不足を示している。

名目賃金の上昇は緩慢であり、安定的に物価上昇率を上回るまでには時間がかかるだろう。毎月勤労統計によると、2023年9月の一人当たり現金給与総額(名目賃金)は前年比+1.2%、消費者物価の上昇を考慮した実質賃金では同▲2.4%となった。参考系列である共通事業所ベース(前年同月分、当月分とも調査対象となった事業所)の所定内給与でも、前年比+2.2%に留まっている。厚生労働省が8月4日に発表した2023年の民間主要企業の賃上げ率は+3.60%であるが、人手不足と物価上昇のなかでも中小企業等への賃上げの波及は想定した以上に遅れている。10月から最低賃金が引き上げられる一方、目先は消費者物価上昇率の低下が見込まれるため、年末にかけて一時的に実質賃金の前年比上昇率がプラスとなる可能性はあるが、安定的にプラスとなるには時間がかかるだろう。

図表3. 失業率と新規求人数の推移



個人消費は、2 四半期連続で足踏みしたが、持ち直し基調は維持していると考えている。7～9 月期の民間最終消費支出は前期比 0.0% 減となった。外食、宿泊などサービス消費が同 0.2% 増となったものの、耐久財への支出は自動車工場のシステムトラブルによる稼働停止もあって同 3.3% 減となった。また、物価高に対する買い控えもあって半耐久財が同 0.5% 減、非耐久財が同 0.1% 減となった。

物価高による消費マインドへの悪影響は懸念材料である。内閣府による 10 月の景気ウォッチャー調査では現状、先行きとも 3 ヶ月連続の悪化となった。「電気料金の高騰が収益を圧迫していること、及び物価上昇の継続が、個人消費に影響を与えており、先行きが懸念される(職業安定所)」、「日々の生活のなかで食費を確保するために、食品以外の支出を抑える動きが顕著になる(衣料品専門店)」などのコメントが見られる。

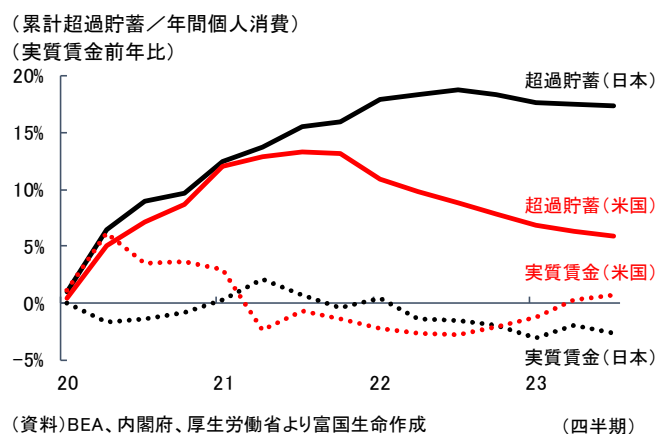
もともと、コロナ禍での制限措置などを受けて消費が抑制されて発生した超過貯蓄が当面の消費支出の原資となり、個人消費の持ち直し基調は維持され则认为している。2020 年以降の各四半期の超過貯蓄額を 2019 年の貯蓄率そのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差として累計すれば、2023 年 7～9 月期における超過貯蓄の残高は年間の個人消費額の 17% 程度と推計される(図表 4)。あくまで日本全体ではという計算ではあるが、実質賃金の前年比上昇率がマイナスのなかでも、こうした超過貯蓄の取崩しで当面は消費が支えられるだろう。

外食などサービス消費は回復が続くと見込まれる。日本フードサービス協会によれば 9 月の外食産業売上高は前年比で 15.0% 増、2019 年対比では同 9.5% 増となった。店舗当たりの売上は、総じて価格改定やインバウンドも含めた客数の増加で回復傾向だという。季節メニューや価格訴求型のメニューも好調とのことだ。

耐久財の消費に含まれる自動車については、堅調な生産・販売が続くと見込んでいる。国内乗用車販売台数(季節調整値)は夏場に工場稼働停止もあって年率 400 万台を割ったが、10 月には同 412 万台と 4～6 月期に近い水準に戻っている。半導体などの部品不足は解消に向かっていると見られるが、一部メーカーでは引き続き新車の納期が通常より長くなっており、ペントアップ需要に対応した生産が今しばらく続くだろう。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現在、入手可能な最新統計である 4～6 月期の家計の可処分所得は前年同期比で約 1 兆円の増加となった。内訳では雇用者報酬等が約 2.7 兆円の増加要因、税・社会負担(公的年金等の受取をネットした純負担)が約 1.2 兆円の減少要因となった。家計の可処分所得は 2 四半期ぶりにプラスに転じたとはいえ、増加率でいえば +1.3% と同時期の消費者物価指数の上昇率(+3.4%)を下回る。家計に対する過度の税・社会保険料負担を回避すべく、引き続き配慮が必要だろう。

図表 4. 家計の超過貯蓄と実質賃金



○金利上昇により住宅投資は減少へ

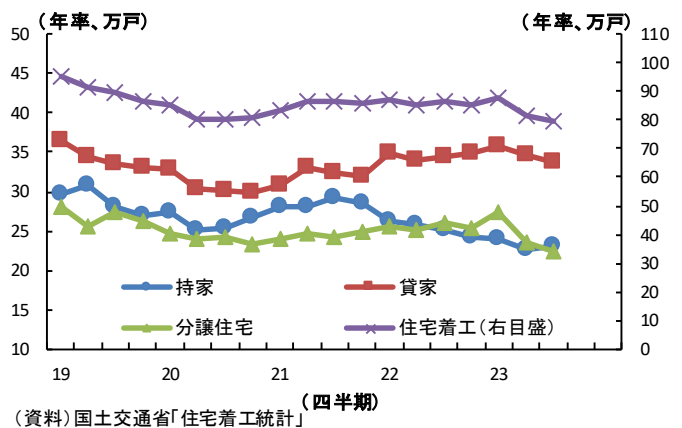
7～9月期の住宅投資は前期比0.1%減と5四半期ぶりの減少となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率79.7万戸と前期比2.2%減少したものの、高級化・高質化（単位面積あたりの工事価格上昇）が住宅投資のマイナス幅を抑制したとみられる。利用関係別の着工戸数をみると、持家の減少が続くなか、比較的堅調に推移してきた貸家と分譲住宅もピークアウトしたように見える（図表5）。

住宅投資は、金利上昇を背景に減少するだろう。

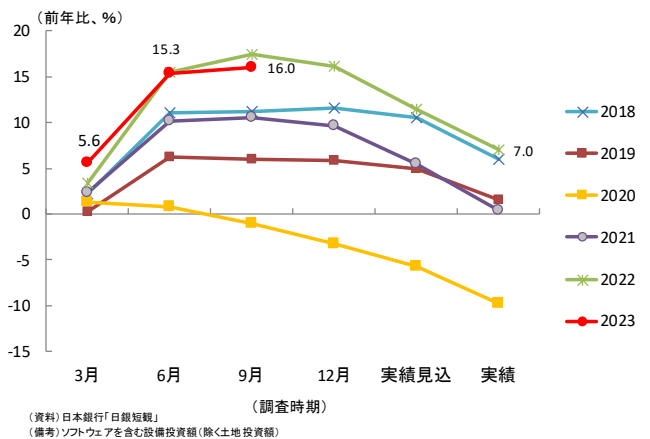
引き続き都心部などでの高級マンションの売れ行きは好調なようだ。また、電気代節約や地球温暖化抑制のための持家などの断熱性能の強化もあって、面積当たりの工事価格上昇はしばらく続くだろう。

とはいえ、新設住宅着工戸数は減少傾向に転じたとみられる。新築マンションの平均価格が一般には手が届きにくい価格水準に高騰するなか、分譲マンションの着工戸数はピークアウトしたようだ。加えて、戸建て分譲住宅も在庫の積み上がりが伝えられており、分譲住宅の着工は減速が続くだろう。持家の着工も設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇を受けて、減少が続くだろう。住宅ローンの借入について、固定金利が上昇するなか、引き続き多くの住宅取得希望者が選択する変動金利は、金融機関のローン獲得競争を背景に低位で据え置かれている。しかし今後、短期政策金利の引き上げを見据えて金融機関の審査は厳しくなると思われる。なお、2024年から現行の住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限が引き下げ予定であり、実質的な金利負担額の増加要因となる。貸家についても、日銀によるイールドカーブコントロールの柔軟化を受けて長期金利が上昇するなか、企業によるマンション型を中心とした貸家着工にはブレーキがかかるだろう。2023、24、25年度の住宅着工戸数はそれぞれ82.2万戸、80.9万戸、80.4万戸と予測している。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



○設備投資は堅調な企業収益を背景に持ち直しを見込む

7～9月期の実質設備投資は半導体製造装置などへの支出減から、前期比0.6%減となった。

今後の設備投資は値上げの浸透などにより堅調な企業収益や工場の国内回帰を背

景に持ち直すだろう。日銀短観 9 月調査における全規模・全産業の 2023 年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前年比 16.0%増と 2022 年度同時期並みの高い計画が示されている（図表 6）。なお、GDP 統計による 2022 年度の設備投資は 3.0%増となっている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7~9 月期に前期比 1.8%減、内閣府による 10~12 月期の見通しは同 0.5%増と足元では足踏みしている。もっとも、不振が続いていた情報通信機械工業からの受注に持ち直しの兆しがあることに加え、サプライチェーン上のリスク軽減のための工場の国内回帰もあってか、建設工事受注が増加傾向にあるなど明るい材料も見られる。

設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2023 年 4~6 月期（全産業ベース）は前期比 9.5%増、前年同月比で 11.6%増と力強く伸びている。11 月 16 日の日本経済新聞によれば、2024 年 3 月期の上場企業の純利益見通しは前期比 13%増となっている。原材料費等の上昇に対する川下への価格転嫁が進捗するなか、為替レートが輸出企業の想定水準よりも円安で推移していることもあって、企業収益は改善傾向が続くと考えている。そのため、人手不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資、国内での工場新設などを中心に設備投資は緩やかな増加傾向が続くと予想する。

○公的固定資本形成は増加する見込み

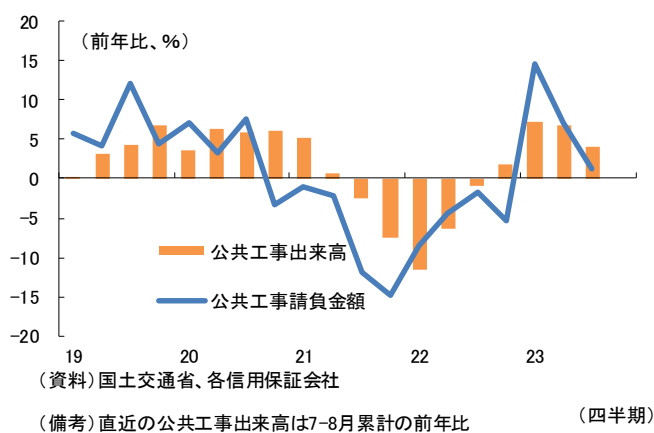
7~9 月期の公的固定資本形成は前期比 0.5%減と 6 四半期ぶりの減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、7~9 月期が前年比 1.4%増と 3 期連続のプラスを維持したものの、増加率は低下している（図表 7）。もっとも、2021 年度からの 5 年間で事業規模の目途を概ね 15 兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための 5 か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。今月 2 日に閣議決定された「デフレ完全脱却のための総合経済対策」においても、「国土強靱化、防災・減災、国民の安全・安心確保」として 4 兆円程度の国の追加歳出が含まれている。また、防衛力抜本的強化のため防衛費の 2023 年度予算は前年度から約 1.4 兆円増額、2024 年度予算概算要求では 2023 年度予算からさらに約 0.9 兆円増額となっている。

公共工事に関しては請負金額の推移から増加基調が見込まれ、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は増加を見込んでいる。

○輸出は、インバウンド消費に支えられて緩やかに増加する

輸出は持ち直している。7~9 月期の実質輸出は、部品不足の緩和を背景として自動車などの輸出が回復し、前期比 0.5%増となった。日銀が公表する 7~9 月期の実質輸出をみると、自動車関連財を中心にやや持ち直しており、前期比で 0.8%増となった。地域別には、財務省の貿易統計の数量指数を参考にすると、中国向けの回復が足踏み

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

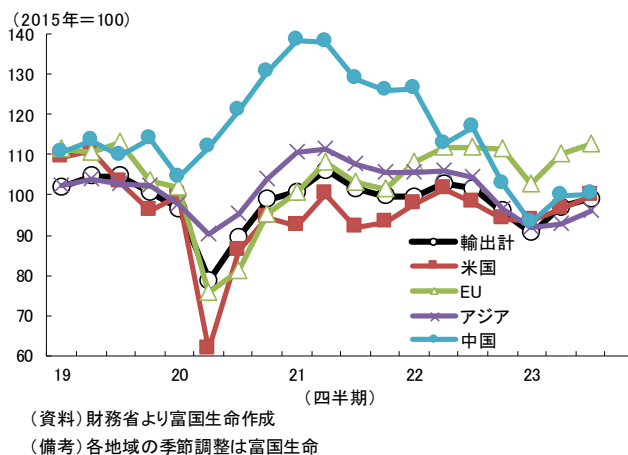


したものの、その他の地域向けは緩やかに増加した（図表 8）。先行きについては、地域別に強弱が出るものの、全体としては緩やかな持ち直しが続くともみている。中国向けの輸出は、不動産市場の低迷と雇用環境の悪化などにより中国経済が力強さを欠くなか、日本からの食料品の輸入制限もあって、伸び悩むだろう。一方、米国向けについては底固い米国経済、アジア向けの輸出については先行きの電子部品の需要の底入れから、比較的明るい見通しが描ける。

インバウンドについて、足元の訪日外客数はコロナ禍前の 2019 年とほぼ同じ水準まで回復し、インバウンド消費は一人当たりの消費額の増加で同年を 2 割近く上回る水準まで増加している。今後も中国からの訪日客数の回復は緩慢とみられるが、全体としては円安を背景にサービス輸出に計上されるインバウンド消費は一段の増加が見込まれる。2023 年度を通じての訪日外客数は 2,800 万人、インバウンド消費は 5.6 兆円程度と想定している。

今後の輸出は財輸出の持ち直しが続くなか、インバウンドが含まれるサービス輸出も堅調に推移し、全体として緩やかに増加するだろう。

図表 8. 輸出数量指数の推移

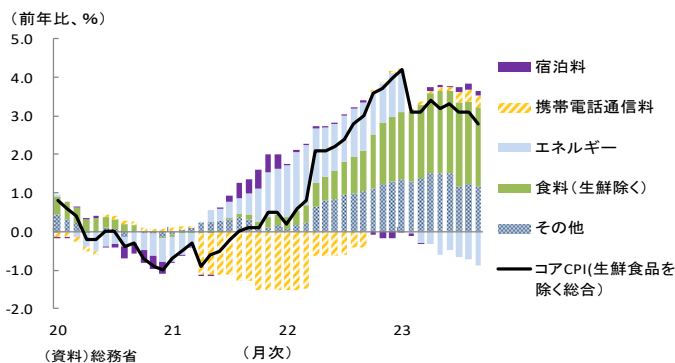


○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が鈍化している。9月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+2.8%と、13ヵ月ぶりの3%割れとなった（図表 9）。上昇率が低下した背景には、原油などの輸入価格の低下に加え、政府による物価高対策もあって、エネルギーのマイナス寄与が拡大していることがある。一般家庭向け（低圧）電力契約に対する 1kwh あたり 7 円の政府補助は 9 月使用分から半額に減額されたが、終了時期は当初予定の 9 月使用分から 12 月使用分まで延期された。食料（生鮮除く）のプラス寄与は概ね横ばいだが、耐久消費財の価格上昇の一服もあって、その他品目のプラス寄与は縮小している。

今後のコアCPIは、年末にかけては2%近くまで上昇率が鈍化する見込みである。エネルギーのマイナス寄与は横ばいを見込むものの、半導体不足の緩和などを受けて耐久消費財を含む、その他品目のプラス寄与の縮小が続くと想定している。もっとも、年明け後に政府の物価高対策が打ち切りとなれば、コアCPIは2%台後半まで再上昇する可能性が高い。加えて、中東情勢の更なる悪化が原油価格の急騰を引き

図表 9. 消費者物価指数の推移



起こすリスクもある。食料品についても、異常気象や中東情勢など供給面での懸念材料が多く、予断を許さない。また、米国などと比較すれば限定的とはいえ、賃金上昇によってサービス価格にも一定の上昇圧力がかかるだろう。企業は人材確保に向けて物価高騰に対応した賃上げを迫られるとともに、最低賃金も10月には4%程度の引き上げが想定される。

2023年度のコアCPIの予測は前年比+2.7%と前回8月予測から0.2ポイント上方修正し、2024年度は同+2.4%と0.4ポイント上方修正した。また、2025年度は同+2.0%とした。

金融政策について、日銀は10月31日の金融政策決定会合で長期金利操作のさらなる柔軟化を決定した。長期金利の変動幅の目途である「±0.5%程度」を削除し、「上限の目途を1.0%」とした。また、指値オペ水準の明示を止めて「金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する」とした。日銀の植田総裁は安定的・持続的な2%の物価上昇率の達成への確度が上がってきていると述べており、この変更は国内のインフレ率の上昇と海外金利上昇を受けて国内の長期金利が上昇するなか、市場機能の回復に配慮したものといえる。政策委員による大勢見通し（植田総裁はこれが「基調的なインフレ見通しに近いのでは」と述べている）も、2024年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）が+2.8%まで引き上げられている（7月時点の見通しでは+1.9%）。

今後も含めた消費者物価上昇率の実績値の推移や来年の春闘賃上げ率に対する展望をもとに、来年度前半には日銀が短期政策金利の引き上げ（マイナス金利からの脱却）を実施すると想定している。

図表10. デフレーターの伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
国内総支出	▲ 0.1	0.7	3.5	2.1	2.0
民間最終消費	1.2	3.0	2.6	2.2	1.9
民間住宅投資	7.6	5.1	0.6	1.5	1.5
民間設備投資	2.6	4.2	2.8	2.1	1.6
政府最終消費	1.1	1.4	1.1	1.2	1.2
公的固定資本形成	3.3	4.6	2.4	1.8	1.5
財貨・サービスの輸出	9.4	13.2	3.5	0.7	2.4
財貨・サービスの輸入	21.6	23.4	▲ 1.1	0.6	0.8

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
実質国内総支出	2.6	1.3	1.6	0.7	0.8
民間需要	1.4	1.9	0.0	0.5	0.5
民間最終消費	0.8	1.4	▲ 0.1	0.3	0.3
民間住宅投資	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
民間設備投資	0.4	0.5	0.2	0.3	0.3
公的需要	0.4	▲ 0.0	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.2	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 0.6	1.3	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	2.0	0.9	0.9	0.7	0.8
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 1.4	0.4	▲ 0.5	▲ 0.6

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は堅調に推移している。23年7～9月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+4.9%と、5四半期連続のプラス成長かつ前期の同+2.1%から伸びが拡大した（図表12）。個人消費の伸びが加速したことや在庫投資の増加が影響している。

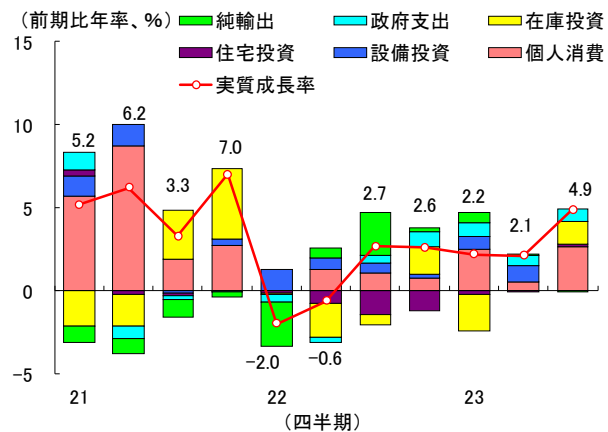
実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率4.0%増と、前期の同0.8%増から伸びが拡大し、6四半期連続の増加となった。財消費は同4.8%増と、娯楽用耐久財への支出増加などにより、前期の同0.5%増から伸びが拡大した。サービス消費は同3.6%増と、住居関連サービスや医療サービスへの支出増加などにより、前期の同1.0%増から伸びが拡大した。設備投資は同0.1%減と、8四半期ぶりの減少となった。ソフトウェアなどの知的

財産への投資増加が続いた一方、FRB（米連邦準備理事会）の利上げによる借入金利上昇を受け、建物など構築物投資の伸びが縮小したほか、コンピューターや輸送用機器などの機器投資も減少した。住宅投資は同3.9%増と、10四半期ぶりの増加となった。住宅ローン金利上昇が重石となったが、中古住宅在庫不足により新築住宅着工が持ち直していることなどにより増加した。在庫投資は+1.32ポイントのプラス寄与となった。外需について、輸出は同6.2%増、輸入は同5.7%増と、それぞれ2四半期ぶりに増加した。個人消費が堅調なことで財輸入が増加したとみられ、純輸出の寄与度は▲0.08ポイントと、6四半期ぶりのマイナス寄与となった。政府支出は同4.6%増と、国防関連支出の増加などにより5四半期連続で増加した。

雇用・所得環境は堅調さを維持しているが、改善ペースは鈍化している。10月の失業率は3.9%と、2023年4月の3.4%を底にやや上昇している。10月の非農業部門雇用者数は前月差15.0万人増と、コロナ前19年平均の同16.3万人増を下回っており、増加ペースも年初（23年1～3月期平均31.2万人増）に比べて鈍化している。10月の週平均労働時間は34.3時間と、前月から0.1時間減少したほか、9月の雇用動態調査では、離職者数が前月から15.7万人減少するなど、労働需給のひっ迫が徐々に和らいでいることも窺える。その結果、賃金上昇率は緩やかながら鈍化傾向にある。10月の平均時給は前年比+4.1%と、前月から伸び率が0.2ポイント縮小した。7～9月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比+4.4%と、前期の同+4.5%から小幅に伸びが鈍化し、7～9月期の単位労働コストは前年比+1.9%と、前期の同+3.7%から鈍化した。

物価は、鈍化傾向が続いている。10月のCPI（消費者物価指数）は前年比+3.2%と、22年6月の同+9.1%から鈍化傾向にあり、伸びはピークアウトしている。10月のコアCPI（食品とエネルギーを除く）は同+4.0%と、CPI同様にピークアウトしているが、帰属家賃などサービス価格の上昇継続により、鈍化ペースは緩やかである。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



(資料)米商務省

米国経済の見通しについて、今後は減速すると見込んでいる。実質 GDP 成長率について、23 年 10～12 月期は前期比年率+0.8%、24 年 1～3 月期は同+0.2%に鈍化すると予測する。FRB の金融引締めが個人消費や設備投資、住宅投資を抑制すると見込んでいる。暦年では、23 年は前年比+2.4%、24 年は同+1.2%、25 年は同+1.6%と予測する。23 年 7～9 月期の成長率が前回予測（23 年 8 月）を上回り、米国景気が予想以上に堅調に推移していることなどから、23 年は前回から 0.4 ポイント、24 年は前回から 0.2 ポイント上方修正している。

個人消費は、超過貯蓄の減少と借入金利の高止まりによって、増加ペースが鈍化するだろう。7～9 月期にかけての消費増加によって超過貯蓄は相当減少したとみられ、今後は以前ほどの消費増加は見込みにくい。FRB の金融引締め継続によって借入金利の高止まりが続き、個人消費は抑制されるだろう。学生ローンの返済再開も重石となるだろう。個人消費の増加ペース鈍化によって、インフレ率には低下圧力がかかるだろう。今後インフレ率の鈍化によって実質賃金が持ち直し、24 年にかけて個人消費を支えるだろう。住宅投資は、住宅ローン金利の高止まりによって抑制されるが、やや持ち直すだろう。潜在的な住宅需要は底堅く、中古住宅の在庫不足もあって新築住宅の着工・販売が持ち直している。来年半ば以降に FRB が利下げに踏み切り、住宅ローン金利が低下に向かえば、住宅投資は次第に持ち直すだろう。設備投資は、FRB の利上げによる金利上昇や銀行の貸出態度厳格化が重石となり、減少するだろう。なお、電気自動車や半導体を中心に米国への生産回帰の動きが続くとみられることや、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きなどは設備投資を支えるだろう。輸出は、中国の景気回復の鈍さや、ユーロ圏の景気減速などによって伸び悩むだろう。輸入は、個人消費の増加ペース鈍化などによって伸び悩むだろう。純輸出の実質 GDP に対する寄与度は、輸出・輸入ともに弱含むことから横ばい程度で推移するだろう。

雇用環境について、企業は成長ペース鈍化を受けて雇用調整を進めるだろう。解雇による人員削減に加え、定年退職による自然減や、新規採用抑制で従業員数を管理していくとみられ、求人数は徐々に減少していき、失業率も幾分上昇するだろう。労働需給のひっ迫はピークを過ぎたとみられるが、コロナ禍で早期退職した人も相応におり、人手不足の完全な解消にまでは至らず、緩やかな賃金上昇が続くだろう。

金融政策について、米国のインフレ率が鈍化傾向にあることや、失業率が緩やかに上昇していることなどから、当社は、今後 FRB が利上げを停止し、23 年内は政策金利を現在の水準（FF 金利の誘導レンジ上限 5.50%）で維持し、量的引締めは継続すると見込む。これまでの金融引締めにより景気は幾分減速し、賃金上昇率は緩やかに鈍化し、消費者物価指数（コア CPI）の伸び率鈍化が続くと予想している。コア CPI は 10 月の前年比+4.0%から、23 年末で同+3.9%程度、24 年末で同+2.9%程度に鈍化すると予測する。景気減速とインフレ率の鈍化を受け、FRB は 24 年 4～6 月期に利下げを行うと見込む。

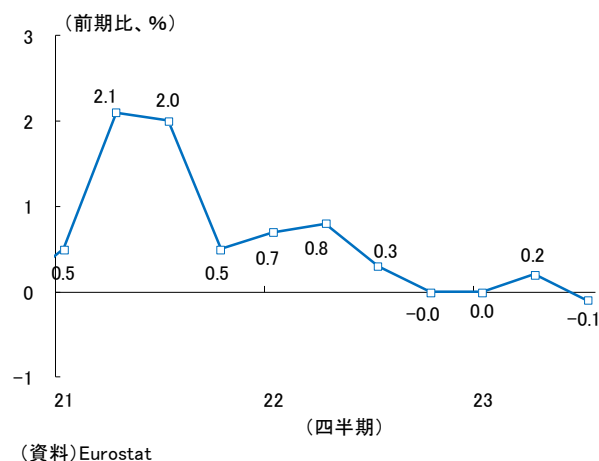
リスク要因として、以下の 2 点に注意が必要だろう。1 点目は、インフレ率が再加速し、FRB の金融引締めが長期化するリスクである。賃金上昇の継続や住宅価格の高止まりがサービス価格を再加速させる可能性に加え、中東情勢の更なる悪化がエネルギー価格上昇を通じてインフレを再加速させる可能性がある。2 点目は、FRB の金融引締め継続により、銀行の商業用不動産向け貸出債権が不良債権化し、銀行の破綻が増加して深刻な金融システム不安に繋がるリスクである。

【欧州経済】

欧州経済は停滞している。ユーロ圏の23年7～9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.1%（年率換算▲0.2%）と、前期の同+0.2%からマイナスに転じた（図表13）。高インフレとECB（欧州中央銀行）の金融引締めが影響したとみられる。

個人消費は、夏場の旅行などのサービス消費は増加したとみられるが、賃金上昇率を上回るインフレ率と借入金利上昇を受けて、財消費を中心に増加ペースが鈍化したとみられる。設備投資は、海外経済減速による先行き不透明感や、借入金利上昇などによって弱含んだとみられる。住宅投資は、住宅ローン金利の上昇などによって弱含んだとみられる。主要国の成長率（カッコ内：前期の成長率）は、ドイツが前期比▲0.1%（同+0.1%）、フランスが同+0.1%（同+0.6%）、イタリアが同0.0%（同▲0.4%）、スペインが同+0.3%（同+0.4%）となった。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



欧州経済は停滞が続くだろう。ECBの金融引締めと高インフレが個人消費を抑制するだろう。内外経済の先行き不透明感による企業の景況感悪化と借入金利の高止まりによって、設備投資は弱含むだろう。住宅ローン金利の高止まりによって住宅投資も弱含むだろう。中国の景気が緩やかにとどまることなどから、輸出も弱含むだろう。雇用環境について、9月のユーロ圏の失業率は6.5%と、過去最低水準での推移が続いている。景気は停滞しているが、雇用環境のひっ迫が続いており、賃金上昇率は底堅く推移するとみられる。ただし、10月のユーロ圏コンポジットPMIは46.5と、内外経済の先行き不透明感などにより、5ヵ月連続で好不況の境目となる50を下回っており、今後、雇用環境の悪化や設備投資の減少に繋がる可能性には注意が必要である。インフレ率について、ユーロ圏の10月のHICP（消費者物価指数）は前年比+2.9%と、22年10月の同+10.6%をピークに鈍化しているが、食品とエネルギーを除くコアHICPは10月に同+4.2%と、サービス価格の上昇継続を背景に高めの伸びが続いている。今後は景気の停滞を背景に、コアHICPの伸びは鈍化していくとみられる。インフレ率の鈍化により実質賃金は次第に持ち直し、個人消費の支えとなるだろう。

金融政策について、ユーロ圏の景気減速を示すデータがみられていることやインフレ率も鈍化しつつあることから、当社は、今後ECBが利上げを停止し、23年内は主要政策金利を現在の水準（4.50%）で維持し、量的引締めは継続すると見込む。その後、景気減速を受けてECBは24年4～6月期に利下げを行うと見込む。

リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、ストの継続などにより賃金上昇率が更に高まり、サービス価格の上昇に繋がることでインフレ率が再加速し、ECBの金融引締めが長期化するリスクである。2点目は、欧州の商業用不動産の動向である。ECBの金融引締め継続によって不動産投資ファンド（REIFs）の調達コストの高止まりが続けば、ファンドの収益性悪化に繋がり、REIFsによる不動産の投げ売りから、深刻な金融システム不安に発展する可能性がある。

【中国経済】

中国経済は緩やかに持ち直している。23年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、4～6月期の同+6.3%からやや伸びが鈍化したが、4～6月期の伸びが高いのは前年に大都市でロックダウンが行われたことの反動であり、前期比では+1.3%と、4～6月期の同+0.5%から伸びが拡大している（図表14）。外食などサービス消費の持ち直しが影響したとみられる。

1～9月期の名目小売売上高は前年比6.8%増と、前期（1～6月期）の同8.2%増から伸びが縮小しているが、飲食業が同18.7%の高い伸びとなるなど、サービス消費の持ち直しが続いたとみられる。1～9月期の固定資産投資は同3.1%増と、前期の同3.8%増から伸びが鈍化している。住宅需要低迷により不動産のマイナスが続くなど、第三次産業が同0.7%増と低い伸びにとどまっていることが影響している。

1～9月期の輸出は同5.7%減と、前期の同3.4%減からマイナス幅が拡大している。

中国経済は今後も緩やかな持ち直しが続くだろう。緩和的な金融政策の維持や財政支出の拡大、各種住宅購入支援策は景気の支えとなるだろう。個人消費は、外食などのサービス分野を中心に緩やかな持ち直しが続くだろう。住宅投資は、本格的な回復は見込みにくいですが、各種住宅購入支援策は支えとなるだろう。設備投資は、海外経済減速や、企業が安全保障上の理由などにより中国外に工場を移管することが重石となり、伸び悩むだろう。輸出は、インフレによる安価な財への需要拡大などを背景に、次第に持ち直すだろう。輸入は、内需の持ち直しが緩やかにとどまり、伸び悩むだろう。政府は10月に1兆元の特別国債発行による財政支出拡大を決定した。今後は災害復旧のためのインフラ投資などが増加するとみられ、景気の支えとなるだろう。

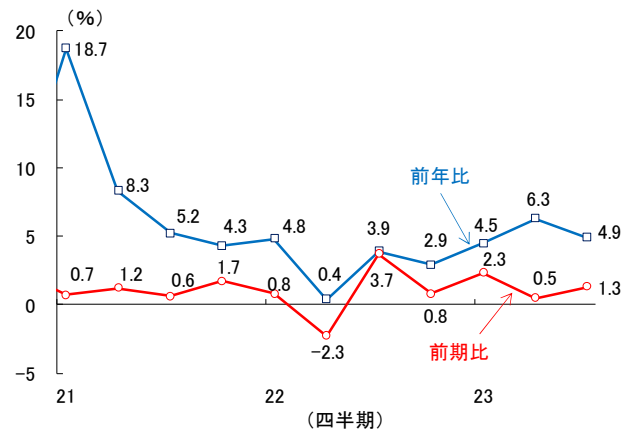
実質GDP成長率の見通しについて、23年は前年比+5.2%（前回8月予測：同+5.0%）、24年は同+4.6%（前回8月予測：同+4.6%）、25年は同+4.5%と予測する。23年7～9月期の成長率が前回予測を上回ったことや、10月の財政支出拡大決定により、23年は前回から0.2ポイント上方修正している。中長期的には、人口減少や中国への投資減少などが向かい風となり、成長率は鈍化していくと見込んでいる。

金融政策について、当社は、中国人民銀行が景気回復を支えるため、当面現在の金融緩和策を維持すると見込む。

リスク要因として、以下の2点に注意が必要だろう。1点目は、不動産市場の低迷である。各種住宅購入支援策の導入によっても目立った需要の増加はみられず、先行きには不透明感が強い。住宅ローンの早期返済の動きもみられ、個人消費の抑制に繋がる可能性もある。2点目は、雇用環境の悪化である。中国物流購買連合会の購買担当者景気指数（PMI）は、製造業・非製造業ともに雇用指数が好不況の境目である50を下回り続け、雇用環境悪化が続いている可能性がある。個人消費や住宅投資の抑制に繋がる可能性があるほか、若年層の雇用環境悪化が婚姻減少を通じて将来の住宅需要抑制や少子化の加速に繋がり、中長期的に成長率を押し下げる可能性も懸念される。

以上

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局